

Acht verrassingen voor 1995

Rond de jaarwisseling is het onder economen gebruik om terug te blikken op het voorbije jaar, en de verwachtingen voor het komende jaar uit te spreken. Voor beleggers is dat weinig interessant. Dat geldt voor het afgelopen jaar, maar tot op zekere hoogte ook voor veel van de voorspellingen voor het jaar dat komen gaat. De algemene verwachtingen – 'de consensus' – zitten immers al lang in de koersen van aandelen, obligaties en valuta's verdisconteerd.

Interessanter is het om te proberen je een voorstelling te maken van de verrassingen, van de gebeurtenissen die veel mensen op dit moment nog *niet* verwachten, maar die toch niet helemaal onwaarschijnlijk zijn. Juist deze verrassingen kunnen op de beurzen een onvermoede dynamiek teweeg brengen. Onze acht verrassingen voor 1995 zijn:

1. Amerikaanse economie raakt oververhit

De meeste waarnemers zien het groeitempo van de Amerikaanse economie in 1995 vertragen. Hierdoor kunnen inflatie en rente ongeveer op het huidige niveau blijven. En daarmee is de ideale 'zachte landing' die het vooruitzicht biedt op een aanhoudende groei in 1996, een feit.

Is hier de wens vader van de gedachte? Er is reden om terdege rekening te houden met een doorschietende groei in 1995 en een harde landing in 1996. Dit scenario gaat gepaard met nog hogere grondstoffenprijzen wereldwijd en een inflatie van boven de 4%. De FED zal dan niet aarzelen de rente nog eens met 2,5 procentpunt te verhogen, naar 8%. Bij een dergelijk oververhittingsscenario past een stijging van de lange rente richting 10%, en daarmee is het recept voor een 'harde landing' van de Amerikaanse economie in de vorm van een recessie in 1996 of 1997 compleet.

Volgens berekening aan de hand van het Oxford Economic Forecasting Model heeft een stijging van de Amerikaanse rentetarieven met 2,5% tot gevolg dat ook in Europa en Japan de groei op een termijn van twaalf tot achttien maanden zo'n 1 tot 1,5% lager uitkomt. Zowel voor de aandelen- als obligatiemarkten in de wereld is dit geen aangenaam vooruitzicht.

2. VS vroegtijdig in recessie

Vreemd genoeg lijkt ook niemand serieus rekening te houden met het tegenovergestelde scenario: namelijk twee kwartalen van negatieve groei in 1995. Recessie dus. Toch is dit niet ondenkbaar getuige de uiterst geringe geldgroei (ongeveer 1,5% bij een bbp-groei van bijna 4% en een inflatie van 2,5%) en de bijzonder scherpe rentestijging in 1994. Een andere belangrijke, maar minder bekende, voorbode van een sterke afzwakking van de groei is de waardedaling van de netto activa van gezinnen in 1994. Zo'n daling werd in het verleden steevast binnen een jaar door recessie gevolgd. Die waardedaling begon al vroeg in 1994, en was het gevolg van de koersdaling van de financiële

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

activa die een steeds belangrijker deel vormen van de totale gezinsactiva. Dat belooft dus binnenkort een verrassend scherpe terugval van de gezinsconsumptie, als begin van een onverwachte recessie. Een recessie in de VS in 1995 mag zeker niet bij voorbaat worden uitgesloten, maar zou wel een grote verrassing zijn. Dit zou gunstig zijn voor de rente, maar niet voor de aandelenbeurs waar men momenteel nog rekent op een gemiddelde stijging van de bedrijfswinsten in 1995 van 18%.

3. Teleurstellende ontwikkelingen in China

China mag zich in een grote belangstelling en een misschien te groot vertrouwen onder beleggers verheugen. Sinds november jongstleden publiceert daarom het Londense bureau Consensus Economic Forecasts – het bureau dat voorspellingen van economie verzamelt, middelt en publiceert – voor het eerst ook de verwachtingen voor de Chinese economie.

Uit de publikatie van Consensus Economics blijkt dat de verzamelde voorspellers de economische groei in China zien 'terugvallen' van 11% in 1994 naar 9% in 1995. Dankzij die lagere groei zal de inflatie afnemen van 22% naar 16%. Dit is een gunstig scenario voor de op China georiënteerde beurs van Hong Kong.

Cruciaal op dit moment is of de Chinese regering er daadwerkelijk in slaagt de inflatie te onderdrukken. De hoge inflatie zal de regering er in 1995 toe kunnen dwingen de verlieslijdende staatsbedrijven niet langer met kredieten te steunen. De gevolgen daarvan voor de Chinese economie zijn op dit moment niet te overzien. Een tijdelijke stagnatie in de groei, een verder oplopen van de inflatie of het feit dat partijleider Deng Xiaoping al in 1994 is overleden, zouden ertoe kunnen leiden dat de beurs van Hong Kong na de 30% koersdaling in het afgelopen jaar in 1995 nog verder omlaag zal gaan.

Tabel 1. Consensusvoorspellingen voor de economische groei en inflatie

	Economische groei		Inflatie	
	1994	1995	1994	1995
Verenigde Staten	4,0	3,0	2,7	3,3
Japan	0,7	1,8	0,6	0,6
West-Duitsland	2,3	2,5	3,0	2,3
Verenigd Koninkrijk	3,8	3,2	2,5	3,3
Frankrijk	2,3	3,0	1,7	2,1
Nederland	2,2	2,8	2,8	2,6

bron: Consensus Forecasts, december 1994

4. Agressieve verkrapting door de Bundesbank

Algemeen wordt verwacht dat de economische ontwikkeling in Duitsland in 1995 een voorzichtige voortzetting zal zijn van 1994. De groei versnelt van 2,3% naar 2,5%. De inflatie blijft, als je belastingmaatregelen niet meetelt, ongeveer gelijk. De Bundesbank zal verkrapten, maar bij dit economische beeld hoeft dat – voor beleggers gelukkig – niet veel te zijn. Eind 1995 zal de korte rente maximaal 6% bedragen.

Wat een optimisme! Als we kijken naar het verleden, dan blijkt dat de Bundesbank juist aan het begin van een periode van renteverhoging nooit half werk levert. In 1988 ver-

Tabel 2. Monetair verkrapting in het eerste jaar van economisch herstel

Eerste discontoverhoging	Disconto binnen jaar van
april 1969	3 naar 7,5
oktober 1972	3 naar 7
maart 1979	3 naar 7
juli 1988	2,5 naar 5

hoogde zij de rente met 2,5 procentpunt (zie tabel 2). Na afloop van de andere drie naoorlogse recessies in Duitsland ging het zelfs om vier procentpunt of meer. En waarom zou de inflatie in Duitsland in 1995 niet stijgen? Inmiddels ligt in de Duitse industrie de bezettingsgraad tegen de 85% aan, het normale niveau. Import- en producentenprijzen nemen sterk toe.

Achteraf hadden we kunnen voorzien dat de rente niet langzaam maar snel omhoog zou gaan, maar waarschijnlijk wilden we het aan het begin van 1995 liever niet weten.

5. De Franse presidentsverkiezingen: oorzaak daling frank

Een verrassing in 1995 zou kunnen zijn dat de Franse frank niet bestand is tegen het ongewisse verloop van de campagnes voor de Franse presidentsverkiezingen. Door de terugtrekking van Delors is het evenwicht tussen de verschillende kandidaten verbroken. Balladur kan zich genoodzaakt zien op te schuiven naar de anti-Europese standpunten van Chirac, zeker nu Chirac door het wegval-

len van Delors niet meer kansloos is. Bij een verzwakking van de Franse frank past een forse verhoging van de rentetarieven in Frankrijk. De vraag is dan wat er zal gebeuren als de korte rente in Frankrijk opnieuw tot zo'n 10 tot 15% stijgt. In dat geval zijn er twee mogelijkheden. De Duitse regering komt de Franse te hulp en samen besluiten zij tot een versnelde vorming van een kern-EMU waarvan dan ook de Benelux deel zal uitmaken. Gebeurt dat niet, dan wordt met een verzwakking van de Franse frank de kiem gelegd voor het uiteenvallen van het EMS.

6. Financiële crises in Italië en Zweden

Naast verre landen (Nieuw-Zeeland in 1984), vreemde (Zuid-Amerikaanse landen in de jaren tachtig) of anderszins excentrieke landen (VK in 1975) zou de grote verrassing kunnen zijn dat in 1995 een aantal industrielanden zich genoodzaakt zien om IMF-steun aan te vragen. Dat risico bestaat in Italië en Zweden.

De heersende opvatting onder beleggers is nog steeds dat de toestand in die landen weliswaar alarmerend is, maar dat van crisis geen sprake zal zijn. Dit blijkt ook uit het feit dat de staatsleningen uit deze landen, zij het tegen een wat hogere rente, nog steeds aftrek vinden.

Toch is dat niet helemaal zonder risico's. In Zweden is de ontwikkeling van de staatsschuld sterk afhankelijk van de werkloosheid. Wanneer deze hoog blijft, loopt de staatsschuld in een hoog tempo op en komt de Zweedse regering in steeds grotere betalingsmoeilijkheden. Bijkomend probleem is dat 45% van de Zweedse staatsschuld in buitenlandse valuta luidt. In Italië hangt alles af van de politieke verwickelingen - ook niet iets om gerust op te zijn.

De gevolgen van een financiële crisis in die landen kunnen verstrekend zijn: een vlucht naar eerste klas debiteuren als Nederland, Duitsland en Frankrijk. Landen waarvan ook maar enigszins getwijfeld kan worden aan de solvabiliteit, zoals België en Canada, zullen het aanmerkelijk minder doen.

7. Clinton ruimt het veld

Het lijkt nauwelijks twijfel dat 1995 een moeilijk jaar gaat worden voor

president Clinton, vooral nu de Republikeinen de meerderheid in het Congres hebben veroverd. Opvallend weinig aandacht was er tot dusverre evenwel voor de Republikeinse belofte om de 'Whitewater-affaire' en de rol van de Clintons daarin aan een nader onderzoek te onderwerpen. De kans bestaat dat er binnenkort nieuwe, bezwarende feiten aan het licht zullen komen. In dat geval zou president Clinton wellicht kunnen besluiten om het niet te laten aankomen op een 'impeachment-procedure' maar de eer aan zichzelf te houden.

Zo'n voortijdig afscheid van Clinton zou een prettige verrassing zijn voor de financiële markten, al was het alleen maar omdat daarmee het gevaar van een belastingverlagingswedloop met de Republikeinen zou komen te vervallen.

8. Geen verrassingen uit Rusland

In de voormalige Sovjeunie zijn verrassingen geen verrassingen meer. Alles is mogelijk: een staatsgreep door het meest machtige deel van het Russische leger, uitbreiding van conflict in de Kaukasus, het verdwijnen van de roebel, Rusland wordt dollareconomie, hyperinflatie, verdere ineenstorting van de productie, milieuraampjes, Yeltsin treedt af en een trojka van drie generaals neemt de macht over. Met alles wordt rekening gehouden. Misschien dat daarom de verrassing voor 1995 wel eens zou kunnen zijn dat er in Rusland geen gekke dingen gebeuren. Dat Yeltsin en parlement in een moeizame onderlinge relatie het land blijven 'besturen' (voorzover mogelijk), dat de roebel ondanks een verdere waardedaling een zekere rol blijft vervullen in de Russische economie, dat de particuliere sector blijft groeien ten koste van staatsbedrijven, géén putsch, géén generaals in het Witte Huis. Dat zou de verrassing zijn voor 1995. Het is mogelijk, want 1994 was ondanks alles en naar Russische maatstaven ook een betrekkelijk rustig jaar.

Leen Meijaard en Brigitte Slot